

Propheten der Finanzmärkte: die Kompensation von Ungewissheiten durch charismatische Zuschreibungen

Kraemer, Klaus

Veröffentlichungsversion / Published Version
Zeitschriftenartikel / journal article

Empfohlene Zitierung / Suggested Citation:

Kraemer, K. (2009). Propheten der Finanzmärkte: die Kompensation von Ungewissheiten durch charismatische Zuschreibungen. *AIS-Studien*, 2(2), 45-60. <https://doi.org/10.21241/ssoar.64741>

Nutzungsbedingungen:

Dieser Text wird unter einer Deposit-Lizenz (Keine Weiterverbreitung - keine Bearbeitung) zur Verfügung gestellt. Gewährt wird ein nicht exklusives, nicht übertragbares, persönliches und beschränktes Recht auf Nutzung dieses Dokuments. Dieses Dokument ist ausschließlich für den persönlichen, nicht-kommerziellen Gebrauch bestimmt. Auf sämtlichen Kopien dieses Dokuments müssen alle Urheberrechtshinweise und sonstigen Hinweise auf gesetzlichen Schutz beibehalten werden. Sie dürfen dieses Dokument nicht in irgendeiner Weise abändern, noch dürfen Sie dieses Dokument für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, aufführen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Mit der Verwendung dieses Dokuments erkennen Sie die Nutzungsbedingungen an.

Terms of use:

This document is made available under Deposit Licence (No Redistribution - no modifications). We grant a non-exclusive, non-transferable, individual and limited right to using this document. This document is solely intended for your personal, non-commercial use. All of the copies of this documents must retain all copyright information and other information regarding legal protection. You are not allowed to alter this document in any way, to copy it for public or commercial purposes, to exhibit the document in public, to perform, distribute or otherwise use the document in public.

By using this particular document, you accept the above-stated conditions of use.

Klaus Kraemer¹

Propheten der Finanzmärkte

Die Kompensation von Ungewissheiten durch charismatische Zuschreibungen

Finanzmärkte sind durch extreme Ungewissheiten gekennzeichnet. Diese Feststellung ist zunächst wenig überraschend, zumal alle Entscheidungen immer mit Ungewissheiten verbunden sind. Es liegt nämlich in der Natur der Sache, dass Entscheidungen zwangsläufig auf die Zukunft gerichtet und aufgrund dessen in ihren Folgen nicht vorhersehbar sind. Für Finanzmärkte trifft dieser Sachverhalt in besonderer Weise zu, da beständig Entscheidungen getroffen werden, die nichts als eine „Wette auf die Zukunft“ darstellen. Mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren wird darauf spekuliert, dass diese steigen oder fallen werden. Ob jedoch ein Wertpapier in Zukunft steigt oder fällt, ist für einen Marktteilnehmer zum Zeitpunkt der Kauf- oder Verkaufsentscheidung ungewiss. Derartige Ungewissheiten sind auf Finanzmärkten allgegenwärtig und stellen den Normalzustand dar.

Ungewissheiten sind immer schon ein Problem für wirtschaftliche Entscheidungen (Granovetter 1985; Beckert 1996, Granovetter/Swedberg 2001). Dies gilt insbesondere für volatile Finanzmärkte und instabile Börsenphasen, in denen zuverlässige Wissens- und Erfahrungsbestände entwertet werden und sich ein „room for pure and simple ignorance“ (Callon 1998, S. 6) auftut. Wenn gänzlich unklar ist, welche Folgen eine Entscheidung hat, dann ist es bereits problematisch, überhaupt eine Entscheidung zu treffen. Aber auch in „normalen“ Börsenphasen sind die zukünftigen Folgen einer Entscheidung nicht antizipierbar. Stets stehen die Finanzmarktakteure vor der Frage, welche Entscheidung oder Nichtentscheidung mit welchen möglichen Risiken verbunden ist und wie diese Risiken verringert werden können. Die Akteure der Finanzmärkte sind gezwungen, in ihrem Alltag dieses Entscheidungsproblem zu bewältigen.

In diesem Beitrag ist der Frage nachzugehen, wie Entscheidungen auf Finanzmärkten überhaupt zustande kommen und welche sozialen Mechanismen identifiziert werden können, die das Entscheidungsproblem handhabbar machen. Wie kann die Entscheidung, Vermögenstitel oder andere Finanzmarktprodukte zu kaufen oder zu verkaufen, soziologisch erklärt werden? Warum hält ein Finanzmarktakteur irgendwann inne und kauft oder verkauft? Oder warum kauft bzw. verkauft er nicht? Wann spekuliert ein Anleger oder Investor auf einen wirtschaftlichen Aufschwung? Und wann wettet er darauf, dass eine Finanzmarktkrise in eine lang anhaltende Wirtschaftskrise einmünden wird? Unbestritten ist, dass die zukünftigen Folgen von Entscheidungen, die in der Gegenwart auf Finanzmärkten getroffen werden, nicht ex-ante antizipiert werden können. Auch ist eine Extrapolierung historischer Kursverläufe auf die zukünftige Wertentwicklung von Aktien nicht möglich. Die Zukunft ist an Finanzmärkten in einem prinzipiellen Sinne

¹ Wissenschaftlicher Angestellter am Fachbereich Sozialwissenschaften der Universität Siegen. Und ab 1.3. Professor für Angewandte Soziologie (Wirtschaft/Organisation, soziale Probleme) an der Universität Graz.

unvorhersehbar. Trotz dieser irreduziblen Ungewissheit treffen Finanzmarktakteure gleichwohl beständig Investment-Entscheidungen. Wie kommen diese Entscheidungen zustande?

1. Handeln auf Finanzmärkten

1.1 Die Annahmen der orthodoxen Kapitalmarkttheorie

Die Antworten der orthodoxen Kapitalmarkttheorie auf dieses Entscheidungsproblem sind gemeinhin überraschungsarm. Die neoklassische Grundannahme lautet, dass Finanzmärkte informationseffiziente Gebilde sind. Genauer betrachtet geht die von Eugene Fama begründete *Efficient Market Theory* (Fama 1970; Fama/Miller 1972; Stearns/Mizuchi 2005, S. 292f.) von folgender Grundüberlegung aus: „a market in which prices always ‘fully reflect’ available information is called ‘efficient’“ (Fama 1970, S. 383). Finanzmärkte arbeiten demzufolge alle verfügbaren Informationen über Investitionsentscheidungen, Absatzzahlen, Marktanteile, Gewinnerwartungen oder Refinanzierungskonditionen von Unternehmen in die Preise für Wertpapiere ein. Die orthodoxe Kapitalmarkttheorie folgt in ihren Grundannahmen der Portfoliotheorie (Markowitz 1952), die nach einer optimalen Diversifizierung des Anlagekapitals auf Finanzmärkten fragt. Die Portfoliotheorie unterstellt einen Investor, der sich ausschließlich an Zahlungsgrößen (*cash flows*) orientiert. In diesem Denkmodell handelt der Investor rational und nutzenmaximierend; er informiert sich über die jeweiligen Gegebenheiten des Kapitalmarktes, um rationale Investmententscheidungen zu treffen und das eingesetzte Vermögen zu mehren. Stets werden Entscheidungen getroffen, indem unter Berücksichtigung der eigenen Liquiditätslage Chancen (Ertragschancen) und Risiken (Vermögensrisiken) gegeneinander abgewogen werden. Risikoavers ist dieses Verhalten des Modellinvestors insofern, als ein höheres Risiko nur dann eingegangen wird, wenn der erwartete Ertrag überproportional hoch ist. Abweichungen von diesem Rationalmodell sind durchaus denkbar oder werden sogar als empirisch wahrscheinlich angesehen. Entscheidend ist jedoch, dass diese Abweichungen als „irrationales Anlegerverhalten“ oder „Marktanomalien“ gedeutet und damit als Phänomene gekennzeichnet werden, die sich im Rahmen des favorisierten Modells einer genaueren wissenschaftlichen Erklärung entziehen. Mit diesem Modell übersieht die orthodoxe Sichtweise, dass Entscheidungen auf Finanzmärkten – wie übrigens alle anderen sozialen Prozesse auch – nur bedingt durch kalkulierbare, „rationale“ Erwartungen gesteuert werden. Es wäre allerdings ein Kurzschluss, aus dieser Feststellung zu folgern, dass die Erwartungen der Finanzmarktakteure überhaupt keinen beobachtbaren Regelmäßigkeiten unterliegen und deswegen auch keinerlei Aussagen über den Wandel von Erwartungen möglich seien.

1.2 Behavioral Finance

In den Wirtschaftswissenschaften werden derartige Entscheidungsprobleme in jüngerer Zeit vermehrt unter dem Titel „*Behavioral Finance*“ erörtert. Hierbei werden Konstellationen untersucht, in denen Finanzakteure im Widerspruch zur Modellannahme des rationalen Nutzenmaximierers agieren (Klausner 1984; Shleifer/Summers 1990; Shleifer 2000; Shiller 2003; Shefrin 2007; Scheufele/Haas 2008, S. 37ff.). So ist beispielsweise darauf aufmerksam gemacht worden, dass Marktteilnehmer Informationen ignorieren, die ihren eigenen Meinungen oder Einschätzungen widersprechen. Auch werden nur Informationen berücksichtigt, die

zum Zeitpunkt der Entscheidungsfindung verfügbar sind. Des Weiteren tendieren Anleger dazu, zunächst scheinbar unwichtige Informationen zu vernachlässigen. Zudem wird die eigene Urteilsfähigkeit überschätzt und Risiken im Laufe der Zeit vernachlässigt. Auch gewichten Anleger oftmals Verluste stärker als Gewinne in vergleichbarer Höhe, so dass Buchverluste zu spät, Buchgewinne hingegen zu früh realisiert werden.

Diese Abweichungen vom Typus des „rationalen Anlegers“ werden von der *Behavioral Finance* als Über- und Unterreaktionen der Marktteilnehmer, als Resultat selektiver Informationswahrnehmung und -verarbeitung oder etwa als Ausdruck des viel zitierten „Herdentriebes“ (*herding*) an den Finanzmärkten beschrieben. Hierbei werden individual- bzw. kognitionspsychologische Erklärungsansätze herangezogen, um die Abweichung des Aktienkurses vom vermeintlich „fundamental“ gerechtfertigten Kurs zu ergründen. An dieser Stelle kann die Leistungsfähigkeit der unterschiedlichen verhaltenstheoretischen Konzepte nicht in angemessener Weise gewürdigt werden. Für die in diesem Beitrag verfolgte Fragestellung ist jedoch festzuhalten, dass *Behavioral Finance*-Ansätze eine Reihe plausibler Einzelbeobachtungen machen, ohne jedoch über eine isolierende, auf das Individuum zentrierte Beschreibung des Anlegerverhaltens hinaus zu kommen. Eine allgemeine Theorie des Handelns auf Finanzmärkten ist jedenfalls bislang nur in Umrissen erkennbar. Auch wird darauf verzichtet, den Einfluss kollektiver Deutungsstrukturen, symbolischer Kapitalien oder beruflicher Sozialisationsmilieus auf das Handeln der Finanzmarktakteure zu klären. So erhellend die jeweiligen Befunde der Verhaltensökonomik auch immer sind, so werden letztlich die *sozialen Institutionen und Prozesse* ausgeblendet, die das Handeln auf Finanzmärkten strukturieren.

1.3 Erwartungs-Erwartungen

Wie kann aus einer soziologischen Perspektive das Handeln von Finanzmarktakteuren erklärt werden? Zunächst fällt auf, dass die historische Volatilität der Aktienkurse, gemessen am inflationsbereinigten Kursverlauf des Aktienindexes *S&P 500*, der die Wertpapiere von 500 der größten börsennotierten US-amerikanischen Unternehmen umfasst, im Zeitraum von 1871 bis 2009 deutlich höher ist als die Volatilität der Unternehmensgewinne (Shiller 2005). Wie in Abbildung 1 dargestellt, steigen oder fallen Aktienkurse, ohne dass die Unternehmensgewinne in gleichem Umfang steigen oder fallen. Die Profitabilität eines Unternehmens hängt in einer Periode von der jeweiligen Marktlage, der betrieblichen Kostenstruktur, den getätigten Investitionen und den Refinanzierungskonditionen ab. Hingegen werden diese Informationen der „Realökonomie“ nur unzureichend in den Aktienkursen dargestellt. So haben sich die Kurse des *S&P 500* im betrachteten Zeitraum immer wieder weit von der Realökonomie entfernt; in jüngerer Zeit mit steigender Tendenz. In Phasen fallender Unternehmensgewinne können zwar fallende Aktienkurse beobachtet werden. Gleichwohl ist die Schere zwischen der Kurs- und Gewinnentwicklung deutlich größer geworden, so dass zu recht auch von einer relativen Abkopplungstendenz der Finanzmärkte von der Realökonomie gesprochen werden kann.

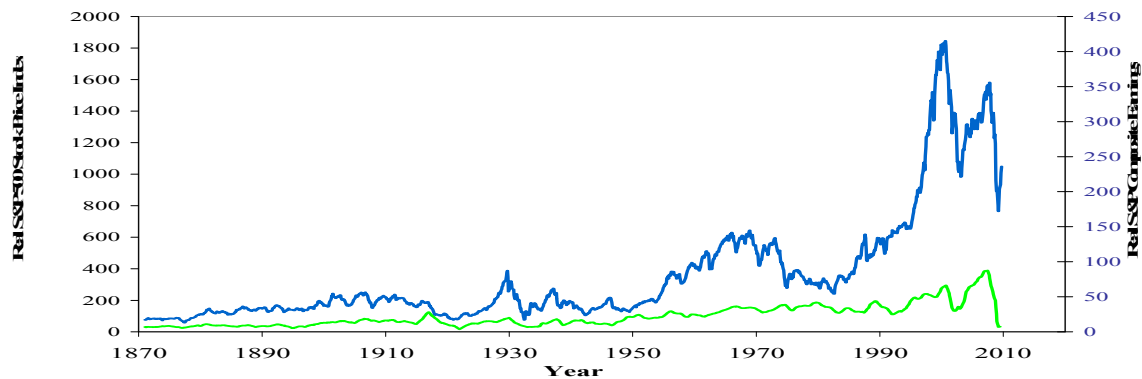


Abb. 1: Inflationsbereinigte S&P 500-Kurse und Gewinnentwicklung 1871-2009
(Shiller 2005, updated, <http://www.irrationalexuberance.com/>)

Diese Trenddaten des S&P 500 können mühelos auf andere nationale und internationale Aktienindizes übertragen werden. Wie sind diese Daten im Hinblick auf die hier verfolgte Fragestellung zu interpretieren? Finanzmarktakteure treffen beständig Kauf- und Verkaufsentscheidungen, die zu zyklisch wiederkehrenden Abweichungen des Aktienmarktes von der Realökonomie führen. Diese Entscheidungen spiegeln ganz offensichtlich nicht die Werthaltigkeit eines Unternehmens und sie folgen auch nicht unmittelbar dem sogenannten „inneren Wert“ einer Aktie (*price-to-book-value ratio*). Soweit ist den verhaltensökonomischen Ansätzen zu folgen. Aber handelt es sich tatsächlich um „Über“- und „Unter“-Bewertungen im Sinne eines „irrationalen Überschwangs“ (*irrational exuberance*; Shiller 2005), wie oft unterstellt wird? Aus soziologischer Sicht bietet sich ein alternatives Erklärungsmodell an, das nicht den individual- oder kognitionspsychologischen Prämissen der *Behavioral Finance* folgt. Die These lautet: Finanzakteure treffen Marktentscheidungen, indem sie sich wechselseitig beobachten. Genauer formuliert beobachten Marktteilnehmer die Erwartungen anderer Marktteilnehmer über zukünftige Marktbewegungen. Finanzakteure beobachten, wie Windolf (2005, S. 30f.) in Anschluss an Luhmann formuliert, „Erwartungs-Erwartungen“. Die Entscheidungen der Finanzakteure, zu kaufen oder zu verkaufen, orientieren sich an den eigenen Erwartungen über zukünftige Kursbewegungen, die sich wiederum an den Erwartungen anderer Marktteilnehmer orientieren, die wiederum andere beobachten usw. Die sog. „Konsensschätzungen“ professioneller Analysten über Gewinnerwartungen der Unternehmen sowie die in der Finanzöffentlichkeit kursierenden inoffiziellen „Flüsterschätzungen“ bilden hierbei einen wichtigen Referenzrahmen bei der Herausbildung von Erwartungs-Erwartungen.

So betrachtet kann die Preisbildung auf Aktienmärkten als sukzessiver Vollzug von Erwartungs-Erwartungen beschrieben werden. Der Terminus Erwartungs-Erwartungen spielt darauf an, dass Finanzmarktakteure nichts als Fremderwartungen beobachten. Diese Fremderwartungen geben den Rahmen für Eigenerwartungen ab. Und diese Eigenerwartungen werden wiederum von anderen Marktteilnehmern beobachtet. Die Marktteilnehmer stellen sich unablässig die Frage: „Wie verhält sich der Markt?“ Auf dieser Grundlage werden Eigenerwartungen gebildet. Zugespitzt formuliert stehen Investoren und Analysten „zwischen zwei Spiegeln, die endlos ihre eigenen Reaktionen reflektieren“ (Windolf 2005, S. 30). Dem Begriff der Erwartungs-

Erwartung liegt hierbei die Annahme zugrunde, dass Finanzmärkte einem selbstreferentiellen Funktionsmodus folgen. Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, dass die Finanzmarktakteure die Komplexität des wirtschaftlichen Geschehens in Unternehmen und auf Warenmärkten gar nicht überschauen können. Sie reagieren vielmehr auf Preisbewegungen, die sie selbst hervorbringen. Marktakteure artikulieren Erwartungen, an die wiederum andere Marktakteure anschließen; mit dem Ergebnis, dass Erwartungen permanent in der einen oder anderen Richtung verstärkt werden. Die Orientierung an beobachteten Marktstimmungen, dem sogenannten Börsensentiment, ist dann ganz Ausdruck dieser Selbstreferentialität.

Dieses auf Erwartungs-Erwartungen beruhende Entscheidungsmodell weist gegenüber der orthodoxen Kapitalmarkttheorie einige Vorzüge auf: Erstens wird das Problem der Ungewissheit nicht ignoriert, sondern zum Ausgangspunkt genommen und argumentiert, dass Finanzmarktakteure Ungewissheiten kompensieren, in dem sie sich an den Erwartungen anderer Finanzmarktakteure orientieren. Zudem ist die Orientierung an den Erwartungen anderer Akteure ein viel versprechender Modus, um die kaum überschaubare Komplexität finanzmarktrelevanter Daten und Markttrends handhabbar zu machen. Zweitens können Finanzmärkte, ganz im Sinne des soziologischen Marktverständnisses von White (White 1981; White/Godart 2007), als Einrichtungen wechselseitiger Beobachtungen analysiert werden. Und schließlich kann drittens die (relative) Abkopplung der Wertentwicklung der Aktienkurse von der tatsächlich erwirtschafteten Rendite der Unternehmen besser nachvollzogen und auf der Akteursebene beschrieben werden. Soweit zu den Vorzügen des Erwartungs-Erwartungen-Modells.

Ungeachtet dieser Vorzüge wird in diesem Modell allerdings übersehen, dass die Finanzmarktakteure je nachdem, welche Rolle sie inne haben, unterschiedliche Referenzobjekte beobachten. So beobachten Börsenhändler zuvorderst die aggregierten Erwartungen der Marktteilnehmer, die sich in Preisbewegungen der Aktien niederschlagen, während Finanzanalysten börsennotierte Unternehmen und deren Geschäftserwartungen sowie das jeweilige Wettbewerbsumfeld beobachten (Faust/Bahn Müller 2007). Auch hängt das Referenzobjekt, das Fondsmanager oder institutionelle Investoren beobachten, vom präferierten Anlagestil ab: Im Falle der sog. fundamentalistischen Analyse werden Branchen, Firmen und Märkte der Realökonomie beobachtet, im Falle der „technischen Analyse“ hingegen die kurz- und mittelfristigen Kursbewegungen der Wertpapiere. Und schließlich besteht ein gewichtiger Unterschied darin, ob Finanzinvestoren Kursbewegungen beobachten, um Aktienpakete zum Zwecke der *Ausübung von Eigentümer- und Kontrollrechten* in den Unternehmen zu erwerben (*voice*) oder um Aktien *als Vermögenswerte* zu kaufen und bei der nächstbesten Gelegenheit mit Gewinn wieder zu veräußern (*exit*).²

² Vgl. ausführlicher Faust/Bahn Müller (2007), die sich gegen die in der Finanzsoziologie verbreitete starke Selbstreferentialitätsthese (vgl. Knorr-Cetina/Brügger 2002; Knorr-Cetina 2007) wenden und die komplexen Wechselwirkungen von Aktienmärkten, Unternehmen und Produktionsmärkten ins Blickfeld nehmen. So weisen sie etwa darauf hin, dass die beobachteten Unternehmen selbst die Finanzakteure beobachten und versuchen, Kapitalfluss- und Eigenkapitalrechnungen sowie Gewinn- und Verlustrechnungen bilanztechnisch so auszuweisen, dass sie der Erwartungslage der Analysten entsprechen (*earnings management*) (Faust/Bahn Müller 2007, S. 51ff.). Hierbei können legale Bilanzierungspraktiken, die die Spielräume der gesetzlichen Bilanzierungsregeln

Dieser Einwand gegen das Erwartungs-Erwartungen-Theorem ist im Folgenden nicht weiter zu vertiefen. Vielmehr soll ein anderes Problem angesprochen werden. Unklar bleibt in diesem Modell, welche Schlussfolgerungen die Marktteilnehmer aus ihren Beobachtungen ziehen. Börsenhandeln findet unter Bedingungen von Ungewissheit statt. Allein schon deswegen ist es wahrscheinlich, dass Marktteilnehmer sich an den vorlaufenden oder erwarteten Handlungen anderer Marktteilnehmer orientieren „Die Börse“, so heißt es pointiert im Börsenjargon, „hat immer recht“. Genauso wie es selbstverständlich ist, dass auf Finanzmärkten Akteure den Erwartungen anderer Akteure folgen, so ist es jedoch auch selbstverständlich, dass Akteure von den Erwartungen anderer abweichen. Die Beobachter von Fremderwartungen können, wie sogleich zu zeigen ist, zu *ähnlichen* oder *abweichenden* Eigenerwartungen kommen. Sie folgen entweder Fremderwartungen oder sie weichen hiervon ab. In beiden Fällen schließen sie darauf Wetten ab, je nachdem, welche Erwartung ihnen aussichtsreicher erscheint (Baecker 1999). Vor diesem Hintergrund besteht das Problem des Erwartungs-Erwartungen-Modells darin, die Frage nicht beantworten zu können, warum manche Erwartungen, z. B. die Erwartung, dass die Aktienkurse in naher Zukunft steigen werden, von manchen Finanzmarktakteuren geteilt wird, hingegen konkurrierende Erwartungen, etwa die Erwartung, dass Aktienkurse den Höhepunkt einer Hausse erreicht haben und fortan wieder fallen, verworfen werden. Unklar ist vor allem, warum sich abweichende Erwartungen überhaupt herausbilden und welche *sozialen Prozesse* dieser Abkehr zugrunde liegen. Genauer gefragt: Wie entsteht eigentlich Vertrauen in die Glaubwürdigkeit der vom Mainstream der Börsenbeobachter abweichenden Erwartungen? Das Modell der Erwartungs-Erwartungen lässt jedenfalls viele soziologische Wünsche offen.

2. Isomorphistische und abweichende Erwartungen

Finanzmarktakteure beobachten je nachdem, in welcher Rolle sie agieren, die Kursbewegungen (Händler, Broker, Kleinanleger) oder die börsennotierten Unternehmen sowie deren Wettbewerbsumfeld (Finanzanalysten, Fondsmanager, „strategische Investoren“, Staatsfonds). Auf Grundlage dieser Beobachtungen bilden Finanzmarktakteure Erwartungen. Grundsätzlich können zwei Typen von Erwartungen unterschieden werden: *Isomorphistische Erwartungen* und *abweichende Erwartungen*. Isomorphistische Erwartungen sind Erwartungen, die den beobachteten Erwartungen der anderen Marktteilnehmer ähneln. Diese Erwartungen wirken homogenisierend. In diesem Fall imitieren Marktteilnehmer die Strategien, Rahmungen und Erwartungen anderer Marktteilnehmer. Gleichförmiges Markthandeln ist dann das Ergebnis dieser Nachahmungen (Stäheli 2007, S. 207ff.). Isomorphistische Erwartungen sind auf Finanzmärkten dadurch gekennzeichnet, dass sie sich an populären Investmentstilen und Fondsratings, an aktuellen Kurstrends (*momentum investing*) und turnusmäßig publizierten Konsensschätzungen (*consensus forecast*) der Analystengemeinde über Gewinnerwartungen für einzelne Unternehmen oder ganze Marktsegmente orientieren.

Imitation ist immer dann ein naheliegender Handlungsmodus, wenn Marktteilnehmer nicht wissen (können), woran sie sich orientieren sollen; wenn die Wertsubstanz immaterieller Vermögenswerte (*intangible assets*) kaum messbar ist

US-GAAP oder IASB ausnutzen („kreative Bilanzierung“), von nicht-legalen Praktiken (Bilanzfälschungen, vgl. Windolf 2003) unterschieden werden.

(Windolf 2003, S. 198ff.); oder wenn differenziertere Verfahren zur Prüfung von Investmentalternativen nicht zur Verfügung stehen, zu zeitaufwendig bzw. unzuverlässig sind. Gleichartige Erwartungen gedeihen aber auch dann, wenn die handelnden Akteure ähnlichen Berufsmilieus entstammen und ähnliche Sozialisationserfahrungen gemacht haben (DiMaggio/Powell 1983). Gerade unter professionellen Finanzmarktakteuren sind häufig ähnliche Ausbildungswege, Professionskarrieren und Analysemethoden anzutreffen (Klausner 1984). Exemplarisch ist die Studie von MacKenzie/Millo (2007) anzuführen: Die in dieser Studie untersuchten Options- und Derivatehändler verfolgen an der *Chicago Board Options Exchange* mehr oder weniger identische Investmentstrategien, da sie dieselben finanzwissenschaftlichen Modellierungen anwenden und ihnen gemäß handeln. Auch sind ähnliche Aktienbewertungen von Analysten auf Karriereaspirationen und Statuspositionen zurückgeführt worden (Hong u. a. 2000). Ein gleich gerichtetes Verhalten ist an Finanzmärkten darüber hinaus zu erwarten, wenn professionelle Deutungskulturen, wie z. B. normative Annahmen über die Gültigkeit „fundamental“ geordeter Marktordnungen und neoklassischer Rationalannahmen, von Finanzmarktakteuren gemeinsam geteilt werden (Schmidt-Beck 2007). Andere Studien haben eine vergleichbare Preisentwicklung von Aktien festgestellt, die von den Akteuren demselben Branchensegment zugeordnet werden (am Beispiel von Internetaktien Ende der 1990er Jahre vgl. Zuckermann/Rao 2004). Zudem wirken Rollen- und Normzwänge auf Entscheidungsprozesse, wie etwa der von Investoren an professionelle Fondsmanager herangetragene, immer gleich lautende Erwartungsdruck, am Ende des Geschäftsjahres Renditeziele vorzeigen zu können, die im Branchen- oder Indexvergleich überdurchschnittlich ausfallen („den Markt schlagen“). Da die Jahresperformance eines Investmentfonds evaluiert wird, tendieren institutionelle Anleger dazu, vor Dokumentationsterminen verlustbringende Aktien abzustoßen und das Wertpapierportfolio optisch zu verbessern (*window dressing*), um im Fonds-Rating vorteilhaft abzuschneiden. Isomorphistische Handlungsmuster können deswegen zu einem guten Teil auch auf institutionelle und strukturelle Zwänge zurückgeführt werden, denen die Organisationen der Finanzbranche (Investmentgesellschaften, Pensionskassen etc.) ausgesetzt sind.

Isomorphistische Erwartungen werden durch gemein geteilte Rahmungen erzeugt und sodann durch soziale Konventionen stabilisiert. Konventionen bieten einen Leitfaden für zukünftiges Handeln. Sie entlasten davon, Entscheidungen von Fall zu Fall treffen zu müssen. Trotz dieser Stabilisierungsfunktion sind Konventionen jedoch alles andere als unproblematisch. Ganz im Gegenteil sind sie ambivalent: sie sind stabil und prekär zugleich. Konventionen können nämlich erschüttert werden und in Zeiten rascher Veränderungen oder außeralltäglicher Ereignisse, die auf Finanzmärkten alltäglich hereinbrechen können, abrupt zusammenbrechen. Konventionen lösen sich dann buchstäblich in Luft auf. Diese Implosion von Erwartungskonventionen geschieht jedoch nicht „spontan“ oder „naturwüchsig“. Hierauf wird sogleich noch genauer einzugehen sein. Zunächst ist ein Erwartungstypus zu thematisieren, der die Antithese des isomorphistischen Erwartungstypus darstellt.

Wie erläutert sind isomorphistische Erwartungen die Erwartungen der mehrheitlichen Marktteilnehmer. Von diesem Erwartungstypus sind abweichende Erwartungen zu unterscheiden. Manche Marktteilnehmer bilden abweichende Erwartungen aus, indem sie isomorphistische Erwartungen beobachten und daraus ihre Schlussfolgerungen ziehen. Sie beobachten das Marktgeschehen, um sich von

der dominierenden Marktmeinung abzusetzen. Abweichung meint hier, dass der von der Mehrheit der Analysten konstruierte Bewertungs- und Interpretationsrahmen für betriebswirtschaftliche Kennzahlen und Marktentwicklungen („calculative frames“, Beunza/Garud 2005) in Zweifel gezogen wird und gerade dann Käufe getätigt werden, wenn Verkaufsempfehlungen ausgesprochen werden und umgekehrt. Die Erwartung der Mehrheit der Marktteilnehmer gilt den Abweichungswilligen als veritabler Stimmungs- und damit Kontraindikator, solange jedenfalls die Mehrheitserwartung auch tatsächlich weit genug verbreitet ist (*contrarian investing*). Diese Marktakteure handeln entgegen den Erwartungen der Mehrheit. Sie handeln „antizyklisch“; selbst unter widrigen Umständen und auch dann, wenn sie in eine isolierte Außenseiterposition gerät (Stäheli 2007, S. 229ff.).

Abweichende Erwartungen sind auf Finanzmärkten allgegenwärtig. Käufe können nur getätigt werden, wenn Verkäufer Wertpapiere anbieten. Auch sind die Interpretationsrahmungen von Analysten nie unumstritten. Mehr noch: Deutungskonkurrenzen sind allgegenwärtig, z. B. zwischen volks- und betriebswirtschaftlich geprägten oder fundamentalanalytisch und chartanalytisch orientierten Expertenkulturen (Schmidt-Beck 2007). Im Regelfall handelt es sich hierbei um graduelle Abweichungen von Mehrheitserwartungen; graduell deswegen, da konventionelle Interpretations- und Bewertungsrahmungen nicht radikal umgestoßen, sondern modifiziert werden. Von graduellen Abweichungen ist wiederum ein ganz besonderer Typus von Abweichung zu unterscheiden, bei dem nicht nur einzelne Parameter einer Rahmung in Zweifel gezogen, sondern die Rahmung in Gänze verworfen wird. Im Folgenden ist der Frage nachzugehen, wie dieser Typus von Abweichung soziologisch erklärt werden kann. Er bliebe nämlich unbegriffen, wenn er lediglich als „spontanes“, sozial nicht eingebettetes Anders-Handeln beschrieben werden würde.

3. Renditeglauben als sozialer Prozess. Eine wirtschaftssoziologische Reformulierung der Weberschen Charisma-Konzeption

Zunächst wird von der Grundüberlegung auszugehen sein, dass die Abweichungswilligen von der Richtigkeit abweichender Erwartungen überzeugt sind. Die soziologisch interessante Frage lautet nun: Wie entsteht dieser Glauben? Und wie wird er sozial stabilisiert? Der Glaube, dass die Abweichung von vorherrschenden Erwartungen nicht nur gerechtfertigt und letztlich auch erfolversprechender ist, ist allein schon deswegen alles andere als selbstverständlich, zumal abweichendes Handeln auf den Finanzmärkten schnell die Form einer Häresie oder Heterodoxie gegenüber konventionellen Glaubensbekenntnissen und Investmentnormen annehmen kann. Die These lautet, dass die Genese abweichender Erwartungen sowie ihre Stabilisierung, aber auch die im Zeitverlauf mögliche Abkehr von der Abweichung, soziologisch nur als sozialer Prozess beschrieben werden kann. Wie im Folgenden zu zeigen ist, bietet sich der Charismabegriff Max Webers an, um die Abweichung des Investmenthandelns von vorherrschenden isomorphistischen Verhaltensmustern besser zu erklären und in seiner sozialen Prozesshaftigkeit zu analysieren. Damit soll keineswegs unterstellt werden, dass jegliche Form der Abweichung, also auch die im vorangegangenen Abschnitt skizzierte graduelle Abweichung, in einer Beziehung zu charismatischem Handeln stehe oder sogar damit gleichgesetzt werden könne. Viele Marktteilnehmer können im alltäglichen Börsengeschehen identifiziert werden, die abweichende

Erwartungen ausbilden und abweichende Entscheidungen treffen. Auf Weber soll zurückgegriffen werden, um lediglich einen ganz bestimmten Typus abweichenden Handelns auf den Finanzmärkten ins Blickfeld zu rücken.

Der Rückgriff auf den Charismabegriff mag überraschen, zumal Weber diesen Begriff religionssoziologisch hergeleitet und sodann herrschaftssoziologisch verwendet hat. Außerdem ist nach Weber das Charisma ein außeralltägliches Phänomen, das in scharfem Gegensatz zur Welt des ökonomischen Handelns steht. Das Charisma, so betont Weber in *Wirtschaft und Gesellschaft* (1980 S. 140ff.), ist revolutionär, regellos, wirtschaftsfremd. Was haben diese Merkmale mit dem Geschehen auf Finanzmärkten zu tun? Stehen charismatische Phänomene nicht konträr zur rationalen Temperierung wirtschaftlicher Entscheidungen? Nach einer berühmten Formulierung Webers (1980, S. 23) wird das Markthandeln durch nichts als die „nackte Interessenlage“ beherrscht. Folgt man dieser Argumentation, dann ist die moderne Ökonomie eine Welt der Zahlen und Bilanzen, in der nüchterne, rechenhafte Kalkulationen vorherrschen. Charismatische Phänomene können nach Weber allenfalls „von außen“ in diese Welt hereinbrechen und einen irrationalen Ausnahmezustand hervorrufen, der die Normalität der ökonomischen Rationalität temporär außer Kraft setzt.

Stellt man Webers Begriff des Charismas auf den soziologischen Prüfstand (vgl. Kraemer 2008), dann lässt seine Definition keinen Zweifel daran, dass charismatische Phänomene nicht in der Qualität eines „Führers“ begründet sind, sondern auf den *Glauben* seiner Anhänger („Hingabe“) zurückverweisen. Für ein soziologisches Verständnis ist grundlegend, dass das Charisma durch soziale Zuschreibungen zwischen dem Charismaträger und den Charismagläubigen konstituiert wird. Dieser Zuschreibungsmodus lässt erwarten, dass eine „Gefolgschaft“ sich um einen charismatischen „Herrn“ sammelt; jedenfalls solange, wie dieser sich in den Augen seiner Anhänger bewährt.

Kommen wir zur Ausgangsfrage zurück: Wie kommt es, dass Marktteilnehmer nicht mehr isomorphistischen Erwartungen folgen, sondern sich abweichenden Erwartungen zuwenden? An dieser Stelle kann die komplexe Motivstruktur dieser Umorientierung nicht betrachtet werden. Für die folgende Argumentation reicht es aus, darauf zu verweisen, dass in bestimmten – hier nicht näher zu spezifizierenden – Marktsituationen Akteure auf den Plan treten und abweichende Erwartungen kommunizieren, die unter Abweichungswilligen anfänglich mit Skepsis aufgenommen werden, im weiteren Verlauf aber mehr und mehr Resonanz finden. Im Weiteren werden diese Akteure dann als „Börsenpropheten“ bezeichnet, wenn sie die alltägliche, als „normal“ wahrgenommene Deutung des Börsengeschehens umstoßen und es ihnen gelingt, andere Marktteilnehmer um sich zu sammeln und diese davon zu überzeugen, dass außerordentliche Renditechancen realisiert werden können, die bisher als unerreichbar galten oder nur unter Inkaufnahme unvertretbarer Risiken möglich erschienen. Mit anderen Worten wird ein Akteur auf den Finanzmärkten dann zum Propheten, wenn es ihm gelingt, etablierte Bewertungen ökonomischer Unsicherheiten in Zweifel zu ziehen, den Erwartungsrahmen für Profitchancen radikal zu transformieren und damit die legitime Sicht auf das zu verändern, was bisher unter Abwägung möglicher finanzieller Risiken als noch vertretbar erschien.

Ganz ähnlich wie bei Weber ist der Glaube an die Vision des Propheten zunächst etwas Außeralltägliches. Von Außeralltäglichkeit kann gesprochen werden, da der Börsenprophet gegen Mehrheits- (isomorphistische Erwartung) und Minderheits-

meinungen (gradualistische Abweichung) opponiert und herkömmliche Kursprognosen und Bewertungskriterien in Zweifel zieht. Der Börsenprophet begnügt sich allerdings nicht mit der Rolle des Kritikers, sondern er setzt eine gänzliche andere Sicht der Dinge dagegen und verheißt eine neue Welt von Renditechancen. Im Gegensatz zu Webers Annahmen bilden Börsenprophetien jedoch keinen scharfen Gegenpol zur Welt der Ökonomie. Die Anhänger *glauben* nämlich, dass die Renditeerwartungen des Propheten durchaus richtig und rational begründbar sind. Mit „Abenteurerkapitalismus“, um eine Formulierung von Weber (1980, S. 826) aufzugreifen, oder „irrationalen“ Anlegerverhalten, hat dieser Glaube nichts zu tun.

Genauer betrachtet müssen fünf Aspekte zusammenkommen, damit sich eine gläubige Gemeinde von Marktteilnehmern um einen Börsenpropheten sammelt: *Erstens* muss ein Börsenprophet eine Vision renditeträchtiger Chancen haben und diese einer potentiellen Anhängerschaft offerieren, wobei es letztlich unerheblich ist, ob sich die Anhängerschaft aus professionellen Investoren, Vermögensberatern, Risikokapitalgebern oder Kleinanlegern zusammen setzt. Entscheidend ist hierbei, dass es sich bei der Botschaft des Börsenpropheten um eine Vision handelt, also um etwas genuin Neues. Deswegen liegt es *zweitens* auf der Hand, dass die visionäre Strategie von bewährten Investmentroutinen abweicht. Getreu dem Motto: „Es steht geschrieben, aber ich sage euch“. Diese Abweichung von der vorherrschenden Meinung stiftet zunächst Unsicherheiten. *Drittens* muss die Vision bei potentiellen Investoren Zustimmung finden. Sie müssen an die Erwartung glauben, dass die Vision nicht auf Sand gebaut ist. Und sie müssen bereit sein, ihre bisherigen Risikoerwartungen zu modifizieren und an den Marktprophezeiungen neu auszurichten. *Viertens* muss der Börsenprophet unter seinen Anhängern den Glauben wecken, dass nur durch Folgebereitschaft die Vision auch tatsächlich wirklich wird. Und schließlich müssen *fünftens* die durch die Abweichung von isomorphistischen Erwartungen erzeugten Unsicherheiten durch den Glauben an die Vision des Marktpropheten kompensiert und in neue Erwartungssicherheiten überführt werden.

3.1 Ideencharisma

Der Vorschlag, die Herausbildung eines ganz spezifischen Typus abweichender Erwartungen auf den Finanzmärkten unter Rückgriff auf Überlegungen Webers zum Charismabegriff zu erklären, ist an einem entscheidenden Punkt zu spezifizieren, um mögliche Missverständnisse zu vermeiden. Es stellt sich nämlich die Frage, woran eine Gemeinde von Investoren, die weder den isomorphistischen Erwartungen der Marktmehrheit noch den graduellen Abweichungen der Marktminderheit folgt, eigentlich glaubt, wenn einem Börsenpropheten im obigen Sinne vertraut wird. Worauf basiert dieser Glauben? Glauben die Gläubigen an die Person des Propheten, d. h. an seine persönliche „Gabe“ oder außerordentliche Befähigung, zukünftige Kursentwicklungen an der Börse antizipieren zu können? Werden dem Propheten charismatische Attribute personal zugeschrieben, wie man mit Weber vermuten könnte? Im Folgenden ist die These zu explizieren, dass eine Investorengemeinde gar nicht zwingend an die „Gabe“ eines Börsenpropheten glauben muss. Im Mittelpunkt charismatischer Zuschreibungen steht vielmehr eine Botschaft oder Idee, die eine Anlagestrategie mit „Fantasie“ auflädt, wie es im Börsenjargon heißt. Wenn von einer „Idee“ die Rede ist, dann sind damit nicht „Investmentideen“ gemeint, die an konventionellen Berechnungsmodellen festhalten oder diese allenfalls modifizieren. Entscheidend ist, dass der Interpretations- und

Deutungsrahmen zur Bewertung von Aktien umgestoßen wird. Um die soziale Wirkmächtigkeit und Stabilisierung eines derartigen Glaubens besser verstehen zu können, möchte ich in Anlehnung an einen Vorschlag Günther Roths (1987, S. 137ff.) zur Erweiterung des Weberschen Charismakonzeption den Begriff des „Ideencharismas“ (vgl. Kraemer 2002, S. 177ff.) verwenden. Übertragen auf den Untersuchungsgegenstand der Finanzmärkte kann von Ideencharisma dann gesprochen werden, wenn eine „Wachstumsstory“ von einer Gemeinde gläubiger Finanzmarktakteure charismatisch überhöht wird. Die Charismatisierung einer Idee ist – ganz ähnlich wie das Webersche „Amtscharisma“ – durch Entpersonalisierung gekennzeichnet.

Genauer betrachtet soll mit dem Begriff des Ideencharismas zum Ausdruck gebracht werden, dass nicht allein die Erwartung rapide steigender Börsenkurse die Prognose zu einer Prophetie macht. Entscheidend ist vielmehr die kulturell-symbolische Rahmung der Marktprognose. Mit anderen Worten wird die Prognose über profitträchtige „Zukunftsmärkte“ mit der nicht-ökonomischen Idee einer „besseren Gesellschaft“ verbunden und legitimiert. Die Prognose des Propheten schöpft ihre Strahlkraft aus dieser normativen Idee. Die Erwartung kontinuierlich steigender Börsenkurse, beispielsweise von Start Up-Unternehmen, die bislang nichts als Verluste erwirtschaften, wird mit einer charismatischen Idee aufgeladen, die über ausschließlich ökonomische Renditekalküle im engeren Sinne hinaus weist. Mit anderen Worten ist die normative Idee Vehikel der ökonomischen Prognose. So fielen in den 1990er Jahren Prognosen über neue Wachstumsbranchen und Absatzmärkte von Unternehmen im Bereich der neuen Technologien gerade auch deswegen auf fruchtbaren Boden, weil diese kulturell unterfüttert und gemeinsam mit einer normativen Idee transformiert wurden. Die kulturelle Botschaft lautete, dass beispielsweise die neuen Informations- und Kommunikationstechnologien das moderne Leben einfacherer und leichter, Wirtschaft und Gesellschaft effizienter – und damit gerechter machen würden; dass das Internet den sozial nivellierenden, enthierarchisierten Zugang zum „Wissen der Menschheit“ für alle Menschen jenseits von Stand, Klasse, Ethnie, Nationalität und Wohnort möglich mache und damit die Visionen einer Demokratisierung der Kultur „von unten“ sowie eine vollständig informierte „Wissensgesellschaft“ zum Greifen nahe seien; dass die rote und grüne Gentechnologie die „Geißeln der Menschheit“ wie Krankheit und Hunger besiegen werde; oder dass die industrielle Nutzung regenerativer Energiequellen eine „saubere Zukunft“ möglich mache. Gesellschaftspolitische Utopien und moralische Botschaften sind keineswegs ein Monopol linker politischer Bewegungen (Deutschmann 2008b, S. 52). Die Ideale einer besseren Welt sind auch in einer scheinbar nur von Zahlen beherrschten Welt der Finanzmärkte anzutreffen.³

3.2 Der soziale Zyklus des Renditeglaubens

Der Börsenpionier ist zugleich Prophet und Held. Allerdings, und darauf wies bereits Weber hin, ist der Glaube an einen Propheten, bzw. in unserem Falle: der Glaube an die charismatische Idee, nur so lange gültig, wie der Glaube in der Gemeinschaft der Gläubigen vital ist und die Prophezeiungen nicht enttäuscht werden. Die

³ Deutschmann (2008a, S. 50ff.) hat die Bedeutung kultureller Rahmungen für technologische Innovationsprozesse herausgestrichen und am Beispiel Henry Fords gezeigt, dass die erfolgreiche Markteinführung des Automobils mit der normativen Vision einer modernen, räumlich mobilen Lebensweise für jedermann verbunden wurde.

Prophezeiung steht und fällt mit ihrer *Bewährung*. Auf längere Sicht muss der Börsenprophet die veränderte Risikoorientierung durch entsprechende Kurssprünge rechtfertigen können. Ohne Erfolge kann ein Börsenprophet seine Anhänger nämlich nicht dauerhaft beeindrucken. Er geht hohe Risiken des Scheiterns ein. Er muss glaubhaft machen, dass die verkündete „Wachstumsstory“, die prophezeite Neubewertung eines Börsensegments und darauf aufbauende neuartige Anlagemodelle sich nicht als Illusion erweisen, sondern dass die Kurse auch tatsächlich „anspringen“. Nur dann ist die Gemeinde der Gläubigen auch bereit, finanzielle Risiken einzugehen, auf die sie sich sonst nicht einlassen würde. Als Beispiel kann der Internet-Analyst der Investmentbank *Merrill Lynch*, Henry Blodget, angeführt werden, der 1998 prognostizierte, dass der Kurs des Online-Buchhändlers *Amazon* von 240 auf 400 US-\$ steigen würde. Nachdem innerhalb weniger Wochen die Aktie auf über 400 US-\$ stieg, wurde Blodget in der einschlägigen Finanzöffentlichkeit als „Börsenstar“ gefeiert. An diesem Beispiel kann die Performativität der Prophetie illustriert werden. Bereits die publizierte Prognose von Blodget beeinflusste die Kursentwicklung von *Amazon*. So trieben gläubige Anleger – und ihre Trittbrettfahrer – in kurzer Zeit die Kurse trotz schwacher Gewinnaussichten des Unternehmens über die prophezeiten Kursziele.

Dieses Beispiel sollte aber nicht darüber hinweg täuschen, dass die Prophetie nur eine begrenzte Halbwertszeit hat. Wenn sich die Vision des Börsenpropheten nicht bewährt und sich die veränderten Risikoparameter als irreführend erweisen, die Gläubigen ihr Anlagekapital verlieren und ruiniert werden, dann fällt die Anlegergemeinde vom Glauben an die charismatische Idee des Propheten ab. So brach beispielsweise im Zuge der an den internationalen Finanzmärkten platzenden „Internetblase“ der Kurs von *Amazon* im Verlauf des Jahres 2000 auf 9,49 US-\$ ein. Blodget erhielt von seinem Arbeitgeber *Merill Lynch* eine Abfindung und verließ daraufhin das Unternehmen (Handelsblatt vom 15.11.2001). Gegen Jack Grubman, einem anderen „Star-Analysten“ der amerikanischen Investmentbank *Salomon Smith Barney*, der zuvor als „King“ der Telekommunikationssparte in der Finanzöffentlichkeit gefeiert wurde und extrem hohe Kursziele für zahlreiche Aktien genannt hatte, reichten 2002 zahlreiche Anleger, die den Prognosen Grubmans gefolgt waren und massive Buchverluste von bis zu 90 % und mehr des Kaufwerts hinnehmen mussten, Schadenersatzklagen ein.

Der Glaube von Marktteilnehmern an Börsenpropheten unterliegt einem sozialen Zyklus. Dieser Zyklus, im Folgenden sprechen wir vom *Zyklus des Renditeglaubens*, ist durch mehrere Phasen gekennzeichnet, der in Anlehnung an Deutschmanns Mythenspirale (2008b, S. 68ff.) beschrieben werden kann. Im Einzelnen handelt es sich um folgende idealtypische Phasen: Entstehung, Aufstieg, Kodifizierung, Institutionalisierung, Niedergang und Sammlung durch Gegenpropheten. Betrachten wir zunächst die erste Phase des Zyklus. In der *ersten* Phase, der Phase der Entstehung des Renditeglaubens, tritt ein neuer Börsenakteur auf den Plan und verkündet Erwartungen über die zukünftige Entwicklung an den Finanzmärkten, die von den vorherrschenden Anschauungen und Risikobewertungen der etablierten Finanzmarktakteure abweichen. Er verheißt einzigartige Gewinnchancen („Kursexplosionen“) in neuen Wachstumsfeldern und stellt sich damit explizit außerhalb der etablierten Bewertungsordnung professioneller Marktteilnehmer. Er ist vor allem nicht Sachwalter der Institutionen des Finanzmarktes, sondern derjenige, der die gegebenen kulturellen und institutionellen Rahmungen in Frage stellt und neue Bewertungsregeln einführt. Die von ihm propagierte „Wachstumsstory“ schert

aus der Alltagsroutine der Börsenbewertung aus und steht quer zu den ökonomischen Deutungsangeboten der etablierten Finanzmarktakteure, die die von ihm propagierten Gewinnchancen als „unseriös“ klassifizieren und nicht bereit sind, in die mit dieser „Wachstumsstory“ verbundenen Start Up-Unternehmen zu investieren. Entscheidend ist in diesem Zusammenhang, dass die Plausibilität der „Story“ mit ihrer Anschaulichkeit und Kommunizierbarkeit steht und fällt.

Nachdem der Renditeglauben die Phase seiner Entstehung erfolgreich überstanden hat, beginnt die *zweite* Phase seines Aufstiegs. Diese Phase ist die Zeit der erfolgreichen Bewährung. Hier gelingt es dem Propheten, eine Gemeinde von gläubigen Marktteilnehmern um einen Kern von Früherweckten zu scharen, die in dem Maße sozial diffundiert, wie die Botschaft mit Buchgewinnen einher geht. Die Gemeinde der Gläubigen wächst mit ihren Gewinnen, die wiederum neue Gläubige anlockt. Die *dritte* Phase leitet die Etablierung des Börsenpropheten als gefragten Finanzratgeber oder Analysten ein. Ihm gelingt es, die Außenseiterrolle abzustreifen und die Position eines Etablierten einzunehmen. In der ersten und zweiten Phase gewinnt der Prophet gerade deswegen Zulauf, weil er abweichende Erwartungen formuliert. In der *vierten* Phase verwandelt sich die abweichende Erwartung in eine Erwartung, die von vielen Marktteilnehmern geteilt wird. Seine Erwartungen werden zur Blaupause isomorphistischer Erwartungen. Die Etablierung des Propheten geht mit einer Institutionalisierung bzw. Kodifizierung der charismatischen Idee einher. Die Botschaft des Propheten unterliegt einer Metamorphose. Das Ideencharisma wird in dem Maße entzaubert wie es sich veralltäglicht. Veralltäglichtung bedeutet einerseits, dass das Ideencharisma verblasst. Damit geht andererseits ein exponentielles Wachstum der Glaubensgemeinde einher. Der Prophet steht nun im Zenit seines Wirkens.⁴ Die Ungläubigen werden durch die Buchgewinne der Gläubigen delegitimiert. Zuweilen zweifeln die Ungläubigen selbst daran, ob es weiterhin Sinn macht, sich gegen die Botschaft des Propheten zu stemmen. Mit der Zeit wird die Prophetie zur Mode. Die Marktmeinung des Börsenpropheten wird selbst von jenen Marktteilnehmern übernommen, die bislang anderer Auffassung waren. In dieser Phase des Zyklus ist die Prophetie – ganz im Weberschen Sinne – der Veralltäglichtung und Versachlichung ausgesetzt. Die Prophetie wird professionalisiert, einverleibt, popularisiert – und damit im Zuge von Nachahmereffekten zu einer normalen Investmentidee, die zum Anlagemodell aktiv gemanagter Investmentfonds mutiert. Diese Fonds setzen dann auf „gefallene Engel“ oder populär gewordene Investmentthemen wie „Internet“, „Biotech“, „Sustainability“, „Wasser“, „BRIC-Staaten“ oder „Next Eleven“. In dieser Phase sind die Anzeichen einer Erschöpfung unübersehbar. Noch aber kann sich der Prophet auch in der Renditekrise bewähren. Wie jeder andere Finanzakteur ist auch der Börsenprophet gegenüber unvorhersehbaren Ereignissen, die sich wie Schockwellen auf den Finanzmärkten auswirken können, extrem anfällig. Die *fünfte* Phase des Zyklus wird von Häretikern eingeläutet, die in Phasen des Abschwungs oder des beginnenden Kursverfalls Zweifel streuen und den Propheten in eine Legitimationskrise stürzen. Wenn diese Zweifel die Autorität des Propheten so sehr beschädigt haben, dann fällt die Gegenbotschaft der Häretiker in der Gemeinde der Gläubigen auf fruchtbaren Boden. Misstrauen breitet sich rasch aus, wenn die Botschaft des Propheten im Treibsand leerer Versprechungen versinkt. Dann mutiert die Vision des Propheten

⁴ Vgl. etwa die Internetanalystin Mary Meeker der US-Investmentbank *Morgan Stanley*, deren "Internet Report" (1995) in der Hochphase der „New Economy“ als „bible“ bezeichnet wurde.

zum sprichwörtlichen Schwarzen Peter: Wer an sie bis zuletzt glaubt, muss mit einem Totalverlust des investierten Anlagekapitals rechnen. In der Baisse kumulieren die Zweifel an der Glaubwürdigkeit der Botschaft zu einer existentiellen Glaubenskrise. Mit fortschreitendem Kursverfall mündet sie in eine Glaubensagonie ein. Spätestens jetzt ist der Abkehr der Investorengemeinde vom Propheten und seine Entzauberung unumkehrbar. Die Agonie des Propheten zeigt sich nirgendwo so deutlich wie in einem Wandel der zugeschriebenen Rollen. Nun ist er in den Augen der sich abwendenden Jünger ein „Spieler“, ein „Betrüger“ oder ein Hasardeur. Nicht selten wird diese Phase des Renditeglaubens durch eine *sechste* Phase abgelöst, wenn Gegenpropheten auftreten und von enttäuschten Gläubigen erhört werden. Dann beginnt eine neue Sammlung, die den nächsten Glaubenszyklus einläutet.

Literatur

- Baecker, D. 1999: Die Preisbildung an der Börse. In: Soziale Systeme, 5. Jg., S. 287-312
- Beckert, J. 1996: Was ist soziologisch an der Wirtschaftssoziologie? Ungewißheit und die Einbettung wirtschaftlichen Handelns. In: Zeitschrift für Soziologie, Jg. 25, S. 125-146
- Beunza, D./Garud, R. 2005: Securities Analysts as Frame-Makers. Paper presented at the annual meeting of the American Sociological Association, Philadelphia. Internet: http://www.allacademic.com/meta/p22693_index.html [zuletzt aufgesucht am 25.8.2009]
- Callon, M. 1998: Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics. In: Callon, M.: The Laws of the Market. Oxford, S. 1-57
- Deutschmann, C. 2008a: Kapitalistische Dynamik. Eine gesellschaftstheoretische Perspektive. Wiesbaden
- Deutschmann, C. 2008b: Der Typus des Unternehmers in wirtschaftssoziologischer Sicht. In: Maurer, A./Schimank, U. (Hg.): Die Gesellschaft der Unternehmen – Die Unternehmen der Gesellschaft. Gesellschaftstheoretische Zugänge zum Wirtschaftsgeschehen. Wiesbaden, S. 40-62
- DiMaggio, P. J./Powell, W. W. 1983: The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields. In: American Sociological Review, Vol. 48, S. 147-160
- Fama, E. 1970: Efficient Capital Market: A Review of Theory and Empirical Work. In: Journal of Finance, Vol. 25, 383-417
- Fama, E./Miller, M. H. 1972: The Theory of Finance. New York
- Faust, M./Bahnmüller, R. 2007: Die Zeit der Aktienanalysten. In: Langenohl, A./Schmidt-Beck, K. (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft. Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg, S. 37-74
- Granovetter, M. 1985: Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness. In: American Journal of Sociology, Vol. 91, pp. 481-510
- Granovetter, M./Swedberg, R. (Hg.) 2001: The Sociology of Economic Life. 2nd edition, Boulder
- Hong, H./Kubik, J. D./Solomon, A. 2000: Security Analysts' Career Concerns and Herding of Earnings Forecasts. In: RAND Journal of Economics, Vol. 31, pp. 121-144

- Kindleberger, C. P./Aliber, R. 2005: Manias, Panics, and Crashes. A History of Financial Crises. 5th ed., Hoboken
- Klausner, M. 1984: Sociological Theory and Behavior of Finance Markets. In: Adler, P. A./Adler, P. (Ed.): The Social Dynamics of Financial Markets. Greenwich, S. 57-81
- Knorr-Cetina, K. 2007: Economic Sociology and the Sociology of Finance. Four Distinctions, Two Distinctions, Two Developments, One Field? In: Economic Sociology_The European Electronic Newsletter, Jg. 8, H. 3, S. 4-10
- Knorr Cetina, Karin/Bruegger, Urs 2002: Global Microstructures: The Virtual Societies of Financial Markets. In: American Journal of Sociology, Vol. 107, 905 - 950.
- Kraemer, K. 2002: Charismatischer Habitus. Zur sozialen Konstruktion symbolischer Macht. In: Berliner Journal für Soziologie, Jg. 12, S. 173-187
- Kraemer, K. 2008: Charisma im ökonomischen Feld. In: Maurer, A./Schimank, U. (Hg.): Die Gesellschaft der Unternehmen - Die Unternehmen der Gesellschaft. Gesellschaftstheoretische Zugänge zum Wirtschaftsgeschehen. Wiesbaden, S. 63-77
- MacKenzie, D./Millo, Y. 2003: Constructing a Market, Performing Theory: The Historical Sociology of a Financial Derivatives Exchange. In: American Journal of Sociology, Vol. 109, pp. 107-145
- Markowitz, H. M. 1952: Portfolio Selection. In: Journal of Finance, Vol. 7, pp. 77-91
- Roth, G. 1987: Politische Herrschaft und persönliche Freiheit. Heidelberger Max Weber-Vorlesungen 1983. Frankfurt/M.
- Schmidt-Beck, K. 2007: Die Börsenkrise als Deutungskrise. Der Imperativ von Vorausschau am Beispiel fundamentalanalytischer Wissenskultur. In: Langenohl, A./Schmidt-Beck, K. (Hg.): Die Markt-Zeit der Finanzwirtschaft: Soziale, kulturelle und ökonomische Dimensionen. Marburg, S. 149-185
- Scheufele, B./Haas, A. 2008: Medien und Aktien. Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen. Wiesbaden.
- Shefrin, H. 2007: Beyond Greed and Fear: Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing. Oxford
- Shiller, R. J. 2003: From Efficient Markets Theory to Behavioral Finance. In: Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 17, No. 1, pp. 83-104
- Shiller, R. J. 2005: Irrational Exuberance. 2nd Edition, Princeton
- Shleifer, A. 2000: Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford
- Shleifer, A./Summers, L. H 1990: The Noise Trader Approach to Finance. In: Journal of Economic Perspectives, American Economic Association, Vol. 4, No. 2, pp. 19-33
- Stäheli, U. 2007: Spektakuläre Spekulation. Das Populäre der Ökonomie. Frankfurt/M.
- Stearns, L. B./Mizuchi, M. S. 2005: Banking and Financial Markets. In: Smelser, Neil J./Swedberg, Richard (Hg.): The Handbook of Economic Sociology. 2nd ed., Princeton, S. 285-306
- Weber, M. 1980: Wirtschaft und Gesellschaft. Grundriss der verstehenden Soziologie. 5., rev. Auflage, Tübingen
- White, H. C. 1981: Where Do Markets Come From? In: American Journal of Sociology, Vol. 87, pp. 517-547

- White, H. C./Godart, F. C. 2007: Märkte als soziale Formationen. In: Beckert, J./Diaz-Bone, R./Ganßmann, H. (Hg.): Märkte als soziale Strukturen. Frankfurt/M., S. 197-215
- Windolf, P. 2003: Korruption, Betrug und 'Corporate Governance' in den USA – Anmerkungen zu Enron. In: Leviathan. Zeitschrift für Sozialwissenschaft, Jg. 31, S. 185-218
- Windolf, P. 2005: Was ist Finanzmarktkapitalismus? In: Ders. (Hg.): Finanzmarktkapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen. Sonderheft 45 der Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Wiesbaden, S. 20-57
- Zuckerman, E. W./Rao, H. 2004: Shrewd, Crude or Simply Deluded? Comovement and The Internet Stock Phenomenon. In: Industrial and Corporate Change, Vol. 13, pp. 171-212



AIS-Studien

Das Online-Journal der Sektion Arbeits- und Industriesoziologie
in der Deutschen Gesellschaft für Soziologie (DGS).

www.arbsoz.de/ais-studien